

报告类型 / 公司深度报告

谨慎推荐

上次评级: 谨慎推荐

方正证券：信托、银行助腾飞

报告摘要:

对于方正证券的资产管理业务来说,与其新建队伍开展类似的信托业务,还不如选择与信托公司合作的形式发展得快。方正证券不管是在人力资源、项目经验还是风险控制水平等方面,都可以直接借用和复制方正东亚信托的模式,而不再需要长时间的积累。在治理结构上,二者是控股股东关系,磨合期短,合作效率高。因此,方正证券收购方正东亚信托,对资产管理业务的创新具有极大的促进作用。

方正证券持有盛京银行 3 亿股,占该银行总股本的 8.12%。截至 2011 年末,京银行总资产规模 2230 亿元,存贷款余额分别达 1795 亿元和 984 亿元。

在国家推进金融业综合经营试点背景下,证券公司进行经营模式创新的尝试,方正证券、盛京银行甚至方正东亚信托都有可能在产品类型、风控模式、渠道建设和客户共享等方面进行合作,实现互利共赢。

方正证券、方正东亚信托与盛京银行业务创新方面的合作,主要有银证合作;银、证、信合作;银行渠道销售信托产品及券商资产管理产品。

根据预测,2013 年,方正东亚信托净利润将到达 5.6 亿元,仍将有 40%的增长幅度。

预计 2012 年及 2013 年,方正证券归属母公司所有者的净利润将达到 5.28 和 9.09 亿元。

考虑到方正证券的赢利状况以及证券公司在代销信托产品及交叉开发产品方面的业务收入,预计 2013 及 2014 年,方正证券与方正东亚信托合并报表后净利润分别为 16.1 亿元和 21.8 亿元,EPS 为 0.28 元和 0.40 元,对应 PE 分别为 22 倍和 16 倍,给予谨慎推荐评级。

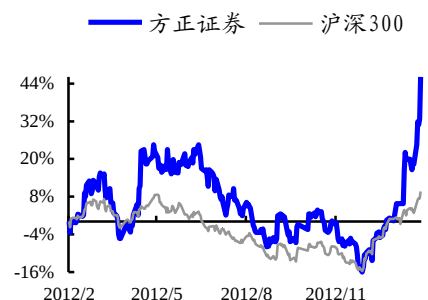
风险提示:收购信托公司失败,创新合作无从谈起。

股票数据

2013/2/1

收盘价(元)	6.37
12个月股价区间(元)	3.60~6.37
总市值(百万元)	38,857
总股本(百万股)	6,100
A股(百万股)	6,100
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	161

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	44%	47%	50%
相对收益	36%	27%	37%

相关报告

《自营、资管表现较好》

2012-8-28

财务摘要(百万元)	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
营业收入	1709.03	2116.48	3151.07	3901.36	4719.33
(+/-)%		23.8%	48.9%	23.8%	21.0%
归属母公司净利润	256.92	528.75	1730.04	2434.81	3250.05
(+/-)%		105.8%	227.2%	40.7%	33.5%
每股收益(元)	0.05	0.09	0.28	0.40	0.53
市盈率		69.4	22.0	15.7	11.7
市净率		2.71	2.71	2.71	2.71
净资产收益率(%)		3.90%	12.28%	17.28%	23.06%
股息收益率(%)					
总股本(百万股)		6100.0	6100.0	6100.0	6100.0

证券分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550511020009
(021)20361101 zhaoxa@nesc.cn

目 录

1. 方正收购信托公司有利于促进资产管理业务创新发展.....	4
1.1. 券商资产管理业务创新仍属“通道”业务.....	4
1.2. 收购信托促进资产管理业务创新发展.....	4
1.3. 券商与信托的创新合作.....	5
1.4. 方正证券在产品销售渠道方面的优势.....	6
2. 参股盛京银行带来的创新合作	6
3. 信托公司的发展空间	8
3.1. 社会融资模式变迁.....	8
3.2. 金融脱媒推动信托规模壮大.....	8
3.3. 信托资产规模继续保持高速增长.....	9
3.4. 方正东亚信托赢利预期.....	10
4. 证券业务发展状况	11
4.1. 综合竞争力分析.....	11
4.2. 各项业务分析.....	12
4.2.1. 业务收入结构.....	12
4.2.2. 经纪业务分析.....	12
4.2.3. 资产管理业务.....	14
4.2.4. 融资融券业务.....	14
4.3. 证券业务赢利预测.....	14
5. 综合赢利预测及投资评级.....	15
 图 1: 各类投资产品资产增长速度对比.....	4
图 2: 银行表内贷款与其它间接融资在社会融资总量中的占比.....	8
图 3: 2009 年以来商业银行信贷投放逐渐减少	9
图 4: 信托资产规模及环比与同比增长率	9
图 5: 各类投资产品占比.....	10
图 7: 方正证券业务收入结构.....	12
 表 1: 交叉销售业绩预测	6
表 2: 盛京银行营业网点	7
表 3: 行业业务收入	10
表 4: 方正东亚信托赢利状况	11
表 5: 方正东亚信托赢利预期	11
表 6: 各项指标同行业排名	11
表 7: 方正证券各项业务收入状况	12
表 8: 佣金率变化趋势	12

表 9: 2012 年经纪业务市场份额对比	13
表 10: 经纪业务收入分布	14
表 11: 、赢利预测	14
表 12: 综合赢利预测	15

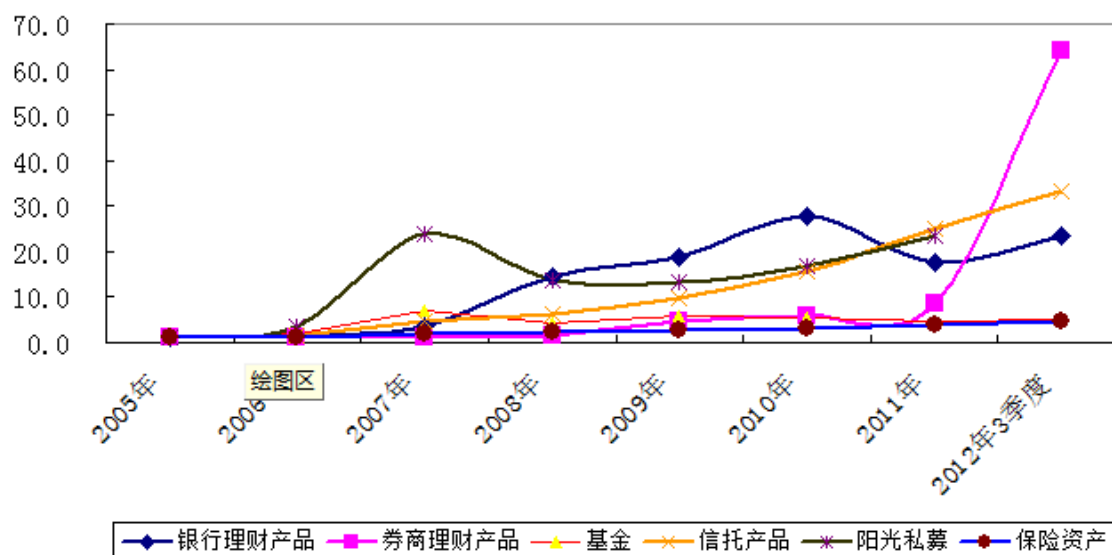
1. 方正收购信托公司有利于促进资产管理业务创新发展

1.1. 券商资产管理业务创新仍属“通道”业务

截至 2012 年三季度末，证券业资产管理规模已达 9000 多亿元，较二季度末增长 90% 以上，逼近万亿元大关。虽然目前银证合作业务规模急剧增长，但以通道费为主的管理费却由 0.3% 骤降至 0.05% 以下。由于目前票据业务同质化严重，引起券商之间恶性竞争导致利润率微薄。

券商资产管理规模发展速度虽快，但存在着较大隐患。根据相关数据，银证合作已增长至券商资产管理业务总规模的 70% 以上。在各大金融机构纷纷提出打造“财富管理”、“资产管理”旗舰的背后，券商却在向信托的传统业务看齐，逐渐沦为银行表外资金的另一个新通道。

图 1：各类投资产品资产增长速度对比



数据来源：东北证券，Wind，中国信托业协会

1.2. 收购信托促进资产管理业务创新发展

在创新政策下，券商的资产管理业务实际上已经具备了类似于信托的灵活性。券商要像信托一样实现创新转型，还有一个较长的时间阶段和过程，还需要在两大方面实现突破。首先是人才积累。券商资产管理业务传统上主要投资于股票和债券二级市场，对于融资对接等新型业务的项目资源和操作经验较为有限。这既需要人才的招募，也需要内部其他部门之间的合作。其次是风险控制经验的积累。券商主要着眼于股票市场，其风险偏好及风险评价标准存在较大的差异。如何调整激励机制，在新的业务领域如何推动业务发展的同时有效控制风险，将是未来券商面临的重要课题。

信托公司在财富管理市场上具有“先发优势”。信托公司在多样化运用信托财产和跨市场配置信托资产方面，已经积累了十多年的经验，具有了自己成熟的业务模式和管理模式，锻造了一大批优秀的从业队伍，并形成了一套严密保护投资者和保障行业健康发展的监管体系，也积淀了大量优质的客户。当券商开始介入类似信托的资产管理领域时，其市场、经验、人才、行业成熟度等方面均面临严重短缺，监

管体系也比较粗放。相比之下，信托业在其 10 多年的发展历程中，已经获得了巨大的市场份额，信托产品已经成为主流金融产品获得了社会广泛的认同，信托公司的内部管理已经建立了比较规范和严密的体系，整个信托行业的发展和监管也已经相对成熟。因此，财富管理业务市场规模虽大，券商的资产管理业务想进入这一领域也面临着严峻的挑战。

对于方正证券的资产管理业务来说，与其新建队伍开展类似的信托业务，还不如选择与信托公司合作的形式发展得快。方正证券不管是在人力资源、项目经验还是风险控制水平等方面，都可以直接借用和复制方正东亚信托的模式，而不再需要长时间的积累。在治理结构上，二者是控股股东关系，磨合期短，合作效率高。因此，方正证券收购方正东亚信托，对资产管理业务的创新具有极大的促进作用。

1.3. 券商与信托的创新合作

券商在渠道和客户资源方面优势明显，信托公司在制度和产品方面具有优势，二者正好是一种互补，券商和信托的合作主要表现在以下几个方面：

第一，营业部网点代理信托产品的销售。券商掌握庞大的、投资意识比较强的客户群，是信托产品销售的又一支生力军。信托行业建立自己的销售队伍，投入非常庞大，投入产出比并不合算。在渠道方面，信托公司没有必要自建渠道。目前，信托产品有 1/3 的规模是面向中端的合格个人投资者，券商与信托的在机构销售方面合作空间比较大。

第二，投行业务间的合作。券商投行业务积累了大量优质的机构客户，这些客户面临着多方面的融资需求。券商有客户、有项目，但是没有信托工具；而信托有工具、有产品设计能力，因此，双方具有深度合作的基础。证券公司可以联合信托公司，通过设立信托计划，可以在短时期内以较低的财务成本募集资金，改善融资方财务结构，提高经营效率，为企业开辟除银行贷款、发行股票和债券融资以外的新型直接融资渠道。

还有其它方面的合作，如当前券商发行中小企业私募债，往往因风险较高而存在发行困难，如果引入信托公司，设计结构化产品，就可以让风险厌恶型投资者与风险承受度较高的投资者共存，有利于中小企业私募债快速推向市场。此外，在并购重组领域，也可以实现“券商出方案，信托公司出钱”的合作模式，充分发挥券商在研究资源方面的优势。

第三，券商资产管理业务与信托的合作。

信托公司与券商在为客户提供全面理财服务过程中，可以在资产池配置方面互通有无，提高业务合作规模。信托投资领域广泛，资产运用方式灵活，信托理财产品在高收益、中期限类产品方面具有比较优势；而券商理财产品则在固定收益、中短期类产品方面具有优势。

与证券公司相比，信托真正的竞争优势在产品。证券公司更专业于证券领域，其他非证券领域，甚至资产证券化都需要信托公司的资助。比如标的公司的选择、标的物的选择等。在国外，这类产品很多是信托业开始做的。另外信托的产品涉及面更广泛一些，这也是信托的强项。证券公司的优势或强项更多在证券市场、在给客户提供证券投资产品领域方面，但客观上更易受到二级市场的影响；而信托公司的优势则在于产品设计上的灵活性，可以通过产品设计平滑收益波动性。

在财富管理市场，目前信托产品的收益率能达到 7%~19% 之间，而当前券商设计的产品并不能实现这种高收益率，因此，从为客户提供资产配置的角度出发，短期内，券商与信托公司间的合作关系要大于竞争关系。

第四，财务顾问。证券公司的投研能力比信托公司强，因此，是信托公司在资本市场投资领域的良好合作伙伴。券商完全可以充当信托产品的投资顾问，这方面的合作机会将来会很大。

1.4. 方正证券在产品销售渠道方面的优势

收购方正东亚信托将是中国证券历史上首次由证券公司控股信托公司，也是在国家推进金融业综合经营试点背景下，证券公司进行经营模式创新的尝试，双方将在产品类型、风控模式、渠道建设和客户共享等方面实现互利互赢。方正集团希望通过整合，让券商的零售渠道、客户资源以及发行募集能力与信托公司的产品设计、风控制度和资管经验达到完美协同，打造平台优势。

相对于信托公司，方正证券在产品销售渠道方面优势明显。

截至 2012 年 6 月末，方正证券营业部数量达到 99 家，遍布全国 18 个省市自治区，40 多个城市。公司证券营业部数量在全国 106 家券商中名列第 14 位，在目前已上市的券商中名列第 6 位，具有明显的数量优势。其中，湖南、浙江是公司营业部的主要分布区域，拥有 69 家营业部，占营业部总数 72.63%。

公司新开设东账户数全国占比持续上升。2011 年营业部新开设东账户 34 万户，公司客户总数已达 204 万户。新开设东账户全国占比 2.48%。

客户托管资产全国占比稳步上升。截至 12 月末，公司托管证券市值为 1467 亿元，托管市值全国占比达到 0.65%。尽管 2011 年因市场大幅下跌导致证券业客户资产缩水严重，但公司通过营销工作的补充，稳定了托管市值，并使占有率保持上升。

产品销售能力和销售意识大幅提高。2011 年公司全年销售额达到了 24.55 亿元，其中公募基金销售额 15.68 亿元，比 2010 年增长 12.8 倍。产品销售带来分仓收入达到 2620 万元，比 2010 年增长 259%，基金分仓交易额贡献度达到 2.85%，比去年增长将近两个百分点，与行业差距有所缩小。

方正证券遍布全国各地的营业网点和丰富的客户资源有利于扩大财富管理创新产品的销售范围，提高销售规模。

表 1: 交叉销售业绩预测

单位: 亿元

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
代销信托资产规模	100	200	300	400
销售收入	1	2	3	4
资管交叉开发产品规模	20	50	80	100
交叉开发产品给资管带来的收入	0.2	0.5	0.8	1
业务收入合计	1.2	2.5	3.8	5

资料来源：东北证券

2. 参股盛京银行带来的创新合作

盛京银行的前身为沈阳城市合作银行，1997 年 9 月在沈阳市 33 家城市信用社和信用联社的基础上组建而成。方正证券持有盛京银行 3 亿股，占该银行总股本的 8.12%。截至 2011 年末，京银行总资产规模 2230 亿元，存贷款余额分别达 1795 亿元和 984 亿元。

截至 2011 年末，盛京银行在北京、上海、天津、长春等中心城市和辽宁省内大连、营口、鞍山、本溪、盘锦、葫芦岛等地设立了 10 家分行，机构网点达 123 家，已形成“根植沈阳、辐射东北、走向全国”的机构战略布局，积累了一定规模的客户资源。

表 2：盛京银行营业网点

分行	营业网点
沈阳	96
北京	3
天津	6
大连	4
营口	5
葫芦岛	3
上海	1
鞍山	1
长春	1
本溪	2
盘锦	1
合计	123

资料来源：盛京银行网站

在国家推进金融业综合经营试点背景下，证券公司进行经营模式创新的尝试，方正证券、盛京银行甚至方正东亚信托都有可能在产品类型、风控模式、渠道建设和客户共享等方面进行合作，实现互利共赢。

方正证券，方正东亚信托与盛京银行业务创新方面的合作，主要有银证合作；银、证、信合作；银行渠道销售信托产品及券商资产管理产品。

1、在银证合作方面

银行通过与证券公司资产管理部的合作，将信用类资产（主要是票据资产）转移出表外。银行通过与证券公司合作将表内信用资产出表有多种不同的业务模式。

（1）券商资管产品购买银行的“票据受益权”。在该模式下，证券公司向理财投资者募集资金，代理投资者购买银行持有的尚未到期的票据收益权，获利部分归投资者所有，券商获得管理费及业绩报酬。

（2）券商主动管理资金赚取差价。在这一模式下，银行通过与券商资管签下定向理财协议，资管部门受托银行理财资金，主动配置信托产品或城投债等资产，券商可以赚取实际收益率与提供收益率的价差。

（3）券商资管与银行投行部门合作。这一模式下，券商主要还是扮演通道业务，表现为在创新政策下许多券商成立另类资产管理部门，银行的投行部门与其合作，由银行提供项目和资金，以券商发行产品的形式（券商或表面上作为项目的投资管理人）将资金输送至待融资项目。

2、在银、证、信合作方面

银行通过代理发行券商的小集合产品，与券商协定，将募集的资金投资于银行与信托公司制定的信托产品，再由信托产品将资金放给需要融资的企业。这种业务合作主要针对省级分行及以下的银行，协助银行将信贷类资产转移至表外。

此外，银行、信托公司还可以通过与券商资管合作，利用资管的通道将信托公

司的融资类业务转换为投资类产品。

3、银行渠道销售信托产品及券商资产管理产品

盛京银行已有机网点 123 家，截至 2011 年末，存款余额达到 1795 亿元，积累了大量的优质客户，特别是在沈阳地区，客户资源比较集中，这些客户资源和网点布局有利于开展信托产品及券商资产管理产品销售。

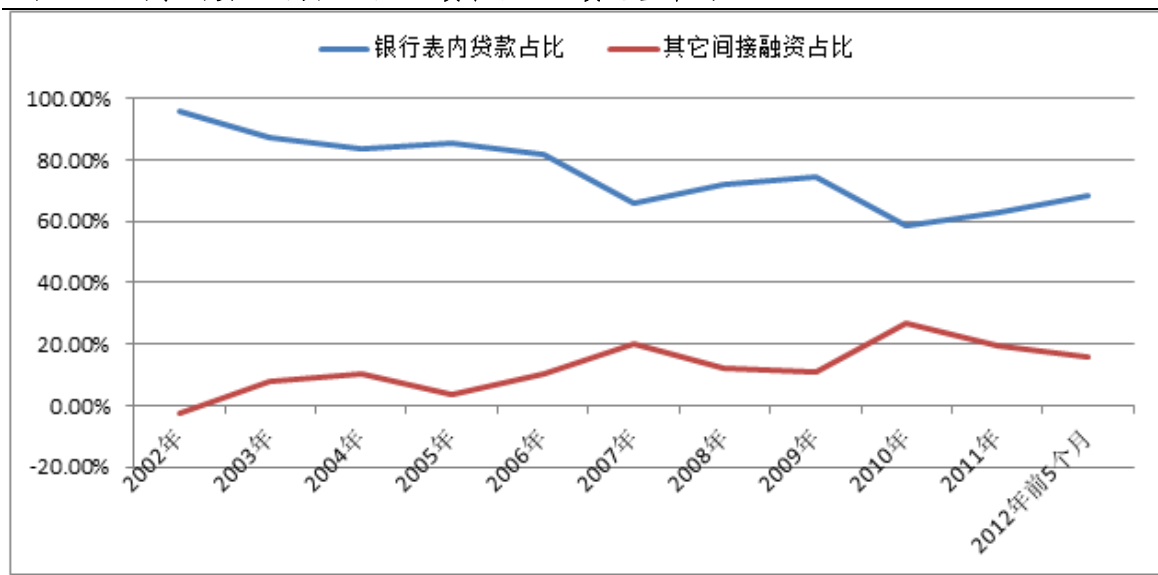
3. 信托公司的发展空间

3.1. 社会融资模式变迁

过去五年是信托行业高速增长期，表面上看，这得益于以银信合作和房地产信托为代表的融资需求增长，而更深层次的原因则是，社会融资结构正在发生变化。

我国的社会融资结构正在从以银行表内信贷融资为主体的模式向其它间接融资发展的多元化融资模式转变。银行表内贷款在社会融资总量的占比大体呈下降趋势，而委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票等其它间接融资的占比大体呈上升趋势。在金融脱媒的大趋势下，社会资金越来越多地流通于传统银行体系之外。

图 2：银行表内贷款与其它间接融资在社会融资总量中的占比



数据来源：诺亚财富 李要深：金融脱媒背景下的信托融资

3.2. 金融脱媒推动信托规模壮大

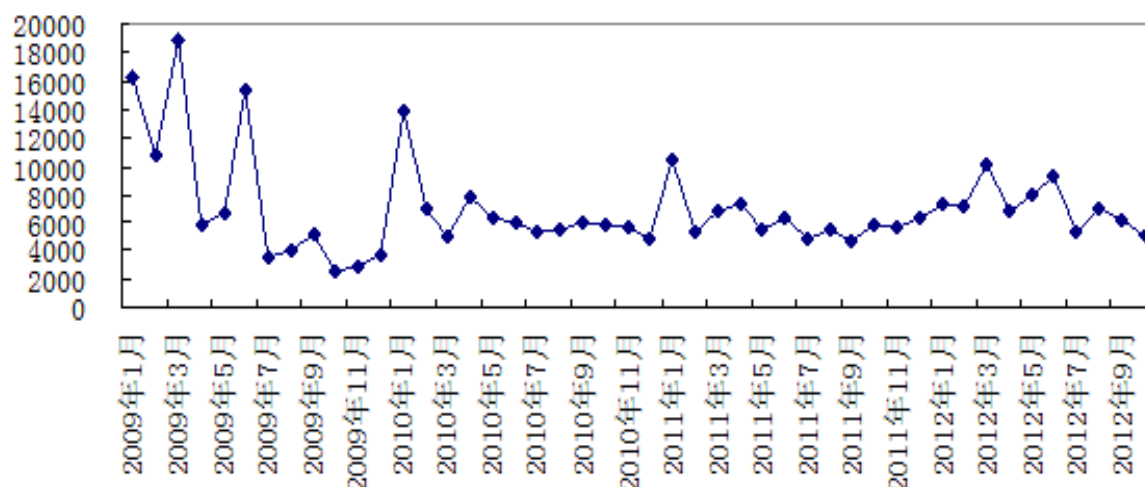
2009 年之后，储蓄存款增长下滑使银行资金面趋紧，加之宏观调控政策趋紧，作为企业贷款主要来源之一的银行信贷新增投放逐渐下降。银行表内融资的减少几乎完全被表外融资的增加所填补。表外融资主要包括委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票，信托融资规模大幅度增加。

2012 年 10 月份，我国社会融资规模为 1.29 万亿元，其中，人民币贷款增加 5052 亿元，人民币贷款占社会融资规模之比不足 40%，同比明显减少。但与此同时，10 月份委托贷款增加 941 亿元，同比多增 423 亿元；信托贷款增加 1445 亿元，同比多增 1355 亿元。这表明，非银行贷款的占比有了很大的提升。换言之，也可以说是社会融资的重点已经更多从原先主要依靠银行提供贷款这种融资形式转变为信托融资、债券融资等融资形式。

金融脱媒过程中扮演表外融资角色的信托贷款可以分为两大类。一类是集合信托贷款，即信托公司发行集合信托产品募集资金，用于对企业发放贷款；另一类是

银信合作，即银行发行理财产品募集资金，委托信托公司设立单一信托，发放贷款或购买银行存量信贷与票据资产。

图 3：2009 年以来商业银行信贷投放逐渐减少

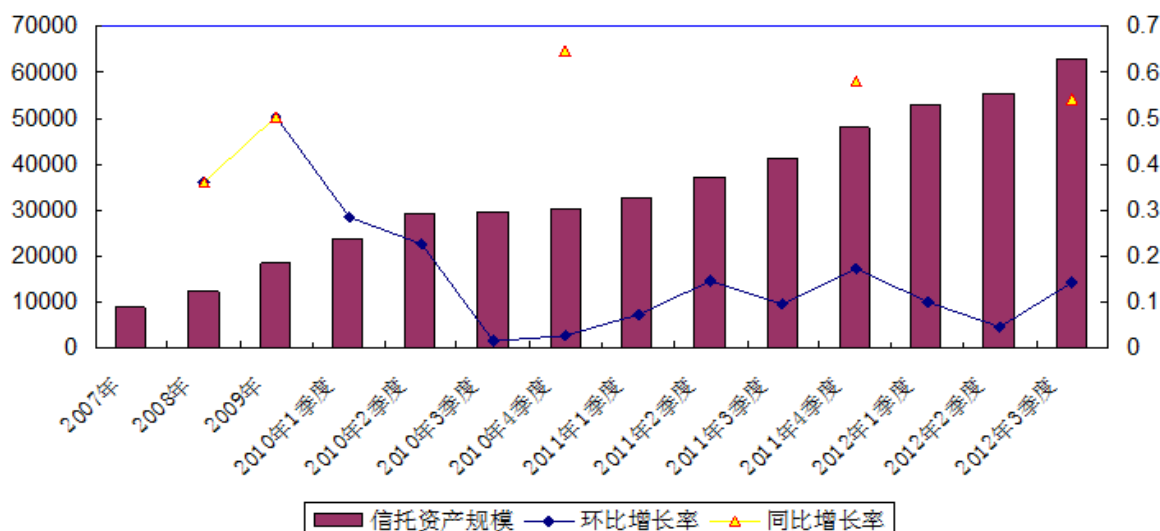


数据来源：诺亚财富 李要深：金融脱媒背景下的信托融资

3.3. 信托资产规模继续保持高速增长

截至 2012 年 9 月 30 日，我国信托业信托资产规模达到 6.32 万亿元，相比 2011 年末的 4.81 万亿元，增长了 31.39%。相比 2011 年 3 季度，同比增长 54%。

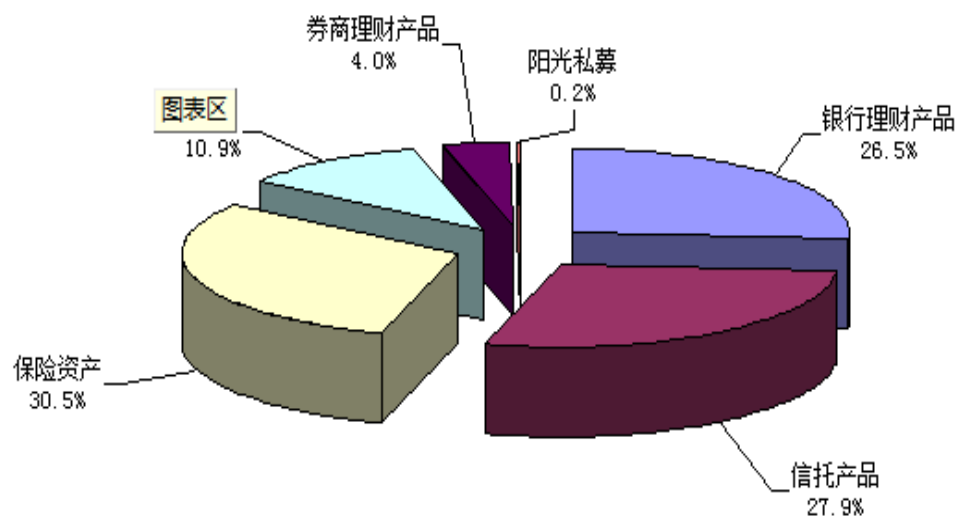
图 4：信托资产规模及环比与同比增长率



数据来源：东北证券，Wind，中国信托业协会

从增长速度上来说，信托资产增长速度与其它金融资产相比是比较高的，远远高于基金资产、保险资等投资资产的增长速度。按照目前的增长速度，中国信托业的信托资产规模在不远的将来就有望赶超保险业，而跃升为仅次于银行业的第二大金融部门。

图 5: 各类投资产品占比



数据来源：东北证券，Wind，中国信托业协会

信托业在整个行业高速增长过程中，增长的不仅是规模，也包括传统业务收益能力、持续发展能力和产品创新能力的增长。2012 年前 3 季度，信托行业实现业务收入 400.39 亿元，同比增长 50.6%，实现利润总额 288.05 亿元，同比增长 55.9%。利息收入、信托业务收入和投资收益占比分别为：9.27%、73.06%、14.54%。

表 3: 行业业务收入

单位:亿元

		2012 年 3 季度	2011 年 3 季度	同比
经营收入		400.39	265.85	50.6%
利息收入	余额	371239	299548	23.9%
	占比	9.27%	11.27%	
信托业务收入	余额	2925194	2014698	45.2%
	占比	73.06%	53.31%	
投资收益	余额	581693	418879	38.9%
	占比	14.53%	15.76%	
利润总额		288.05	184.77	55.9%

资料来源：中国保险业协会

3.4. 方正东亚信托赢利预期

方正东亚信托前身是武汉国际信托投资公司，2010 年 1 月 23 日经中国银行业监督管理委员会批准，由方正集团等股东对其进行重组，于 2010 年 9 月 17 日获得了武汉市工商行政管理局重新颁发的《企业法人营业执照》，公司现注册资本 10 亿元。

2011 年 9 月，方正东亚信托原股东以货币按照原出资比例进行了增资，方正东亚信托注册资本由 3 亿元增至 6 亿元，众环海华会计师事务所有限公司出具了众

环验字（2011）128 号验资报告对本次增资进行了审验。

2012 年 11 月，方正东亚信托原股东以货币按照原出资比例进行了增资，方正东亚信托注册资本由 6 亿元增至 10 亿元。2012 年方正东亚信托实现净利润 3.9 亿元，同比增长 351.7%，信托资产规模 620 亿元左右，同比增长 48.2%。

根据预测，2013 年，方正东亚信托净利润将到达 5.6 亿元，仍将有 40% 的增长幅度。

表 4：方正东亚信托赢利状况

单位：万元

	营业收入	利润总额	净利润	总资产	信托资产运用合计
2010 年	1244	146	100	31833	362743
2011 年	24,095	12,481	8,771	80,296	4,228,328
2012 年	75,360	52,224	39,619	191,784	6,265,100
2013 年	104,140	75,226	56,419		

资料来源：公司公告

表 5：方正东亚信托赢利预期

单位：万元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	永续期
营业收入	104,140.0	119,905.0	129,854.7	133,227.2	136,373.4	136,373.4
营业利润	75,225.6	87,013.7	93,814.8	94,772.1	95,342.1	95,517.1
净利润	56,419.2	65,260.3	70,361.1	71,079.1	71,506.6	71,637.8

资料来源：公司公告

4. 证券业务发展状况

4.1. 综合竞争力分析

从资本实力、盈利规模和业务规模上看，方正证券大约排在行业前 20 名。与已上市券商相比，方正证券盈利能力与长江证券和宏源证券相当，资产规模稍逊于长江证券但好于宏源证券。

表 6：各项指标同行业排名

盈利规模	营业收入	17	21	23	21
	净利润	16	19	31	19
资产规模	净资产	16	17	13	14
	净资本	16	18	13	15
	总资产	19	19	19	18

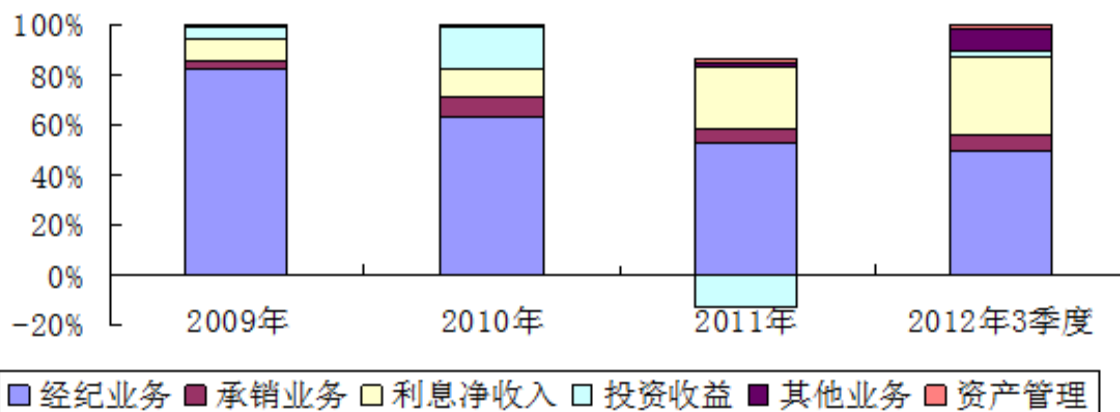
资料来源：公司公告、东北证券

4.2. 各项业务分析

4.2.1. 业务收入结构

从业务收入结构上来说，方正证券的业务收入大部分来着于经纪业务，经纪业务收入贡献度高于行业总体水平。公司的业务收入受市场波动的影响较大。

图 6: 方正证券业务收入结构



数据来源：东北证券，公司公告

表 7: 方正证券各项业务收入状况

单位：元

项目	营业收入	营业成本	营业利润率
经纪业务	572,612,685	341,253,763	40.40%
自营业务	114,373,006	7,046,218	93.84%
资产管理业务	19,629,529	9,094,171	53.67%
直接投资业务	29,709,408	1,995,157	93.28%
融资融券业务	52,891,312	5,437,841	89.72%

资料来源：公司公告、东北证券

4.2.2. 经纪业务分析

公司股票基金交易额和市场份额逐年提升。但佣金率呈下降趋势，佣金率总体水平低于全国平均水平，说明公司所在的区域业务竞争激烈。

经纪业务是方正证券的主要业务，经纪业务收入是公司最主要的收入及利润来源，占营业收入比重较高。2010年以来，本公司经纪业务贡献的营业收入占公司营业收入总额的比例分别为 58.1%、66.1%及 45.2%。因此，公司存在经营业绩过于依赖经纪业务的风险。

表 8: 佣金率变化趋势

	全行业	方正证券
2008 年	0.13%	0.14%
2009 年	0.12%	0.12%
2010 年	0.10%	0.09%

2011 年 0.09% 0.08%

资料来源：公司公告

表 9： 2012 年经纪业务市场份额对比
单位：万元

	股票		证券投资基金		债券现货	
	交易量	占比 (%)	交易量	占比 (%)	交易量	占比 (%)
中信证券（合计）	355,656,983	5.701	12,639,450	8.125	471,440,780	6.649
华泰证券	334,379,301	5.360	13,309,332	8.555	251,139,437	3.542
银河证券	322,952,555	5.176	5,916,391	3.803	405,317,444	5.717
国泰君安	296,202,550	4.748	13,006,605	8.361	586,169,623	8.267
海通证券	278,347,368	4.461	12,176,283	7.827	443,205,405	6.251
申银万国	268,136,750	4.298	10,875,539	6.991	394,801,298	5.568
国信证券	257,867,376	4.133	7,376,537	4.742	324,273,434	4.574
广发证券	254,524,735	4.080	4,110,059	2.642	284,987,498	4.019
招商证券	253,447,302	4.062	6,384,471	4.104	350,817,955	4.948
中信建投	201,823,447	3.235	6,593,484	4.238	322,156,567	4.544
中信证券	192,468,806	3.085	9,686,874	6.227	392,563,571	5.537
光大证券	191,214,355	3.065	4,106,706	2.640	180,090,519	2.540
中投证券	155,770,228	2.497	2,068,367	1.330	88,886,475	1.254
齐鲁证券	151,789,690	2.433	9,686,063	6.226	104,800,111	1.478
安信证券	146,254,254	2.344	2,551,989	1.640	151,415,921	2.136
方正证券	116,189,918	1.862	2,225,739	1.431	46,031,164	0.649
长江证券	111,442,145	1.786	1,622,701	1.043	184,274,972	2.599
兴业证券	103,890,790	1.665	2,619,142	1.684	116,239,566	1.639
东方证券	97,618,291	1.565	1,980,513	1.273	181,567,356	2.561
宏源证券	83,068,134	1.331	1,754,145	1.128	77,955,849	1.099

资料来源：WIND

方正证券的前身系浙江证券，通过一系列的重组，尤其是吸收合并泰阳证券后，通过外延式扩张的方式，公司经纪业务实现了跨越式发展，网点及业务规模走上了一个新的台阶。湖南、浙江是方正证券营业部的主要分布区域，拥有 63 家营业部，占营业部总数 72.41%，公司在湖南拥有 44 家营业部，占该区域营业部总量的近三分之一，网点遍布了湖南省经济发达的绝大部分市、县，其中 19 家营业部在当地属独家经营。公司在湖南省内客户规模较大，客户数量占湖南省总客户数量的 36.37%，经纪业务交易总量多年来一直稳居区域第一位，本公司在湖南区域市场有较强的定价能力，区域优势明显。

浙江省是方正证券营业部分布的另一个主要区域，拥有 19 家营业部，主要分布在杭州、宁波、温州、台州等经济发达地区。营业部单体规模较大，2009 年，其中有 4 家营业部交易量进入全国百强，有 5 家营业部进入浙江省前五十强。浙江省经济发达，民间资本丰富，2010 年浙江省居民储蓄存款 20,046 亿元，占全国的比重为 6.53%，居全国前列；资本市场非常活跃，截至 2010 年底，浙江省拥有上市公司 165 家，数量居全国第三位，近年来证券交易量一直稳居全国第三。因此，浙江省证券市场发展潜力巨大。

表 10: 经纪业务收入分布

单位: 万元

	浙江地区	湖南地区	其他地区	合计	浙江占比	湖南占比
2008 年	62,439	107,294	24,034	193,768	32.2%	55.4%
2009 年	77,328	140,756	65,960	284,043	27.2%	49.6%
2010 年	50,799	112,162	63,988	226,946	22.4%	49.4%
2011 年	28,304	53,174	31,504	11,298	25.1%	47.1%

资料来源: 公司公告、东北证券

4.2.3. 资产管理业务

2009 年 4 月 15 日, 中国证监会核准了方正证券关于增加证券资产管理业务的申请, 2010 年 2 月, 公司第一只集合理财产品——方正金泉友 1 号获中国证监会核准批复, 首发实际募集资金 14.96 亿元。截至 2012 年中期, 公司管理集合资产管理计划共 4 只。公司受托管理资产总规模为 15.55 亿元。2012 年上半年, 资产管理业务收入 1962.95 万元, 同比增长 48.21%。

4.2.4. 融资融券业务

2011 年, 公司融资融券业务发展突飞猛进, 融资融券授信额度、开户数、余额一路飙升, 6 个月超越 10 家试点券商, 在两融市场余额排名第 14 位, 在第三批试点券商中排名第 4, 且市场份额超过自身交易份额, 在第三批 14 家试点券商中成长最快。截至 2011 年 12 月 31 日, 公司融资融券授信总额达到 51.59 亿元, 信用账户 3807 户, 余额 8.82 亿元, 市场份额占比 2.31%, 交易量 64.7 亿元, 总收入 2318.65 万元, 成为公司业务转型新的利润增长点。

截至 2012 年 6 月末, 公司融资融券业务在新开客户数、余额、行业排名、两融业务收入等方面, 均取得了长足发展。公司共有 85 家营业部获准开展融资融券业务, 信用账户累计开户数为 10514 户, 其中, 报告期内新开立信用账户 6706 户, 较 2011 年末增长 176.18%; 融资融券余额为 14.18 亿元, 较 2011 年末增长 60.83%。报告期内, 公司已实现融资融券总收入 (含佣金收入) 9055.08 万元, 其中, 息费收入 5289.13 万元, 较 2011 年度增长 261.93%。截至 2012 年 6 月末, 公司融资融券余额所占市场份额为 2.32%, 在全国展业券商中的排名基本稳定在第 14 名左右。

4.3. 证券业务赢利预测

预计 2012 年及 2013 年, 方正证券归属母公司所有者的净利润将达到 5.28 和 9.09 亿元。

表 11: 赢利预测

单位: 元

	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-01-01	2015-01-02
一、营业收入	1,709,033,850	1,946,968,694	2,842,392,823	3,503,301,048	4,343,975,185
经纪业务	1,129,829,035	1,242,811,939	1,603,227,401	1,971,969,703	2,425,522,735
承销业务	128,970,629	148,316,223	170,563,656	196,148,205	225,570,436
资产管理	35,610,311	40,951,858	47,094,636	54,158,832	62,282,656
利息净收入	534,120,396	614,238,456	706,374,224	812,330,358	934,179,911
投资净收益	16,290,000	48,870,001	293,220,003	439,830,005	659,745,007
公允价值变动	-305,342,303	-183,205,382	-18,320,538	-17,404,511	-16,534,286

净收益					
其他业务收入	32,674,911	37,576,147	43,212,570	49,694,455	57,148,623
二、营业支出	1,377,051,241	1,263,391,451	1,246,610,699	1,226,904,599	1,205,100,093
营业税金及附加	83,702,313	85,376,359	87,083,886	88,825,564	90,602,075
管理费用	1,397,616,966	1,257,855,269	1,220,119,611	1,183,516,023	1,148,010,542
其他业务成本	13,324,069	13,057,588	12,796,436	12,540,508	12,289,697
三、营业利润	331,982,610	683,577,243	1,595,782,124	2,276,396,449	3,138,875,092
加：营业外收入	27,870,943	30,658,037	33,723,840	37,096,225	40,805,847
减：营业外支出	1,551,932	1,536,413	1,521,049	1,505,838	1,490,780
四、利润总额	358,301,620	712,698,867	1,627,984,916	2,311,986,835	3,178,190,159
减：所得税	107,043,228	178,174,717	406,996,229	577,996,709	794,547,540
五、净利润	251,258,392	534,524,150	1,220,988,687	1,733,990,126	2,383,642,619
减：少数股东损益	-5,658,741	-5,771,916	-5,887,354	-6,005,101	-6,125,203
归属于母公司所有者净利润	256,917,134	528,752,234	1,215,101,333	1,727,985,025	2,377,517,416
六、每股收益：	0.05	0.09	0.20	0.28	0.39

资料来源：东北证券

5. 综合赢利预测及投资评级

为了让监管层和市场对此次收购放行，方正集团向方正证券、方正和生承诺，如方正东亚信托在完成工商过户登记后连续三年(包括过户当年)期内任何一年度的实际盈利数低于盈利预测数，差额部分将由方正集团以税后现金方式提供补偿。根据《资产评估报告》，方正东亚信托将在 2013 年、2014 年、2015 年分别实现净利润 5.64 亿元、6.53 亿元和 7.04 亿元，三年合计盈利预计近 20 亿元，对方正证券每股盈利可分别提升 0.065 元/股、0.075 元/股和 0.081 元/股，三年平均复合增长率约为 21%。

考虑到方正证券的赢利状况以及证券公司在代销信托产品及交叉开发产品方面的业务收入，预计 2013 及 2014 年，方正证券与方正东亚信托合并报表后净利润分别为 16.1 亿元和 21.8 亿元，EPS 为 0.28 元和 0.40 元，对应 PE 分别为 22 倍和 16 倍，给予谨慎推荐评级。

表 12：综合赢利预测

单位：万元

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
代销信托产品及交叉开发产品收入			12,000	25,000	38,000
信托业务收入		75,360	104,140	119,905	129,855
证券业务收入	170,903	194,697	284,239	350,330	434,398
业务收入合计	170,903	211,648	315,107	390,136	471,933
方正东亚信托净利润		39,619	56,419	65,260	70,361
方正证券净利润	25,692	52,875	121,510	172,799	237,752
净利润合计	25,692	52,875	173,004	243,481	325,005
预计 EPS	0.05	0.09	0.28	0.40	0.53

资料来源：东北证券

风险提示：收购信托公司失败，创新合作无从谈起。

参考文献

- 1、《环球企业家》：贺颖彦《券商资管虚假繁荣与政策赛跑 需超越通道业务》；
- 2、《证券日报》：李文：《银证合作冲刺万亿大关 券商资管走到十字路口》；
- 3、《当代金融家》：券商与信托：合作路径考验决策智慧；
- 4、《证券时报》：券商与信托合作双方优势互补。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760

